

4. JOHNSON, H. G.: «Problems of efficiency in monetary management», en *J.P.E.*, 1968.
 5. MARSHALL Y SWANSON: *The monetary process: Essentials of Money and Banking*. Nueva York, 1974.
 6. SAVING, TH.: «Toward a competitive financial sector», en *J.M.C.B.*, 1972.
 7. SAVING, TH.: «On the neutrality of Money», en *J.P.E.*, 1973.
 8. SMITH, W. L.: «The instruments of general monetary control», en *National Banking Review*, 1963.
-

J. HORTALÁ: Sobre economía de mercado y eficiencia en Bolsa.*

El objeto de esta nota no es otro que exponer algunas consideraciones sobre el contenido actual de la Bolsa en el ámbito contemporáneo de una economía de mercado, sujeta a principios de libertad individual e igualdad social.

Para situar el tema, se atiende en primer lugar aquellos rasgos que condicionan el vigente modelo económico de asignación de recursos. Luego el papel de la Bolsa en dicho modelo, así como las funciones de la inversión mobiliaria. Se analiza después un encuadre consistente para el «problema» de la especulación. Finalmente se enumeran los principios que confieren eficiencia al mercado bursátil.

I

Es sabido que la noción histórica del mercado como lugar de reunión de compradores y vendedores, definió su aspecto abstracto como confluencia de ofertas y demandas. De hecho, el mercado es el contexto en el cual se realiza la transacción. Pero la transacción, la libre transacción, oculta la verdadera realidad de un sistema económico, cuya esencia radica en el mercado como mecanismo de asignación de recursos y determinación de precios.

El mercado fue el resorte del capitalismo liberal. Más por liberal que por capitalista. Y el correspondiente sistema establecía el asombroso juego en el que la sociedad se aseguraba su propia supervivencia, permitiendo a cada uno de sus individuos que tuviera lo más conveniente a condición de atender ciertas reglas. En tal sistema, es el señuelo de las ganancias, no el impulso de la tradición o el látigo de la autoridad, lo que encamina a cada cual hacia su actividad y aunque se goce de entera libertad, la acción recíproca de unos sobre otros trae como consecuencia la realización de las tareas necesarias para la sociedad.

Con base en este esquema, el capitalismo ha andado un largo trecho. Y en su desarrollo, en su evolución hacia formas matizadas y nuevos ensayos, en su consecución de logros y acumulación de críticas, el pilar básico del sistema, la libertad individual, ha ido a su vez reforzándose por las exigencias de la igual-

dad social. En realidad, libertad individual e igualdad social son las catapultas que, condicionando el vigente sistema económico, potencian el modelo actual de economía de mercado.

Ahora bien, los mecanismos de asignación de un tal modelo, si bien nominalmente coincidentes con los del capitalismo liberal, en sustancia son diferentes. El mercado de hoy no es el mercado de los economistas clásicos. La evolución que ha experimentado desde el siglo XVIII ha sido contundente. No se vive ya en un mundo de competencia atomizada. La libre competencia mató a la competencia. El actual mecanismo del mercado se caracteriza entonces por el volumen enorme de los que participan en el mismo: gigantescas sociedades anónimas y sindicatos obreros igualmente gigantescos. Su mismo volumen les permite hacer frente a las presiones de la competencia, despreocupándose de las normas indicadoras en materia de precios y concentrándose a la larga en lo que conviene más a su propio interés en un marco de egoísmo creciente. El Estado, por su parte, queriendo mitigar ese fenómeno, impulsado por el vaivén cíclico y atemorizado por el conflicto ideológico en materia de comparación de sistemas, intentó a partir de un determinado momento y con instrumentos poco elaborados, inmiscuirse en el mercado. Primero lentamente, luego de manera masiva. Y resultó así que alteraba los mecanismos del mismo y con ello la eficiencia en la respectiva asignación de recursos.

Por todo ello, en suma, el mercado ha variado su naturaleza en cuanto al papel a desempeñar por el Estado y ha variado asimismo su estructura competitiva en cuanto a su forma y límites.

De este modo, superado el *impasse*, lejos de alterar los mecanismos del mercado, el Estado debe velar con su intervención su funcionamiento, tutelándolo normativamente. Esta diferencia es importante en relación a los requisitos de la competencia libre, puesto que, en definitiva, delimita nuevas formas: mercados competitivos y mercados no-competitivos. Efectivamente, la competencia libre, pura o perfecta, según sus calificativos históricos, es una quimera, una acepción ideal propia de libro de texto. En tanto que modelo, permite, por un lado, el asentimiento de unas definiciones y, por otro, el análisis de la operatividad teórica del mercado en aras a arbitrar en el mejor de los casos objetivos óptimos, si no ideales, de política económica. A su nivel, empero, resultan asimismo ideales las formas puras de competencia imperfecta y monopolística, aunque los estudios sobre este tipo de mercados han aportado elementos de validez general en toda estructura competitiva, inscribiéndose en su marco, por tanto, la consideración del monopolio en relación a la dimensión de la planta y economías de escala, la cuestión de las externalidades y la problemática del avance tecnológico.

Hoy, cuando el mercado es menos mercado y más mecanismo de asignación, tiene así sentido referirse a mercados competitivos y mercados no-competitivos, residiendo la distinción en que exista o no la salvaguarda estatal que garantice su funcionamiento en un contexto de libertad individual e igualdad social.

II

La Bolsa, en toda esta perspectiva, tiende a estructurarse como un mercado competitivo, siendo de su incumbencia la asignación de los recursos financieros. La importancia de este cometido se ha ido evidenciando a medida que se consolidaba la economía de mercado. Y su evolución sigue a la propia del capitalismo, desde su acepción pura hasta su forma actual.

Al variar, pues, la realidad socio-económica sustantiva del capitalismo liberal, al socaire de la creciente intervención del estado en la vida económica, el mercado de valores decrece en importancia y operatividad dentro del sistema. Pero, circularmente, al tiempo que esta intervención estatal cobra coherencia, incluso como algo necesario frente a la idea del derrumbe y se ma-

Bolsa de Barcelona: capitalización bursátil

(En miles de millones de pesetas)

	Acciones	Obligaciones	Fondos públicos
1964	251,7	50,1	221,7
1965	287,7	60,9	240,3
1966	316,7	79,5	252,3
1967	307,1	93,7	268,8
1968	505,9	122,4	276,9
1969	807,6	149,9	289,5
1970	776,8	172,5	302,7
1971	861,5	240,2	316,5
1972	1.273,1	295,6	320,9
1973	1.591,6	326,3	319,3
1974	1.556,1	365,7	317,5

tiza su carácter tutelar en relación al funcionamiento del mercado competitivo, la Bolsa, nuevamente, entra en escena, mas con diferentes atributos. Ya no se trata del elemento central del sistema económico; es simplemente un segmento, un mercado más. Aquel que actúa indirectamente sobre el proceso de distribución de flujos financieros, entre los límites que la estructura económica, financiera y jurídica de cada país le permite.

Dos circunstancias han condicionado esta nueva dimensión de la Bolsa. Por un lado, los intentos, promovidos por los propios gobiernos, de conferir racionalidad y eficacia a la financiación del sector privado de la economía. Por otro lado, la necesidad de una «nueva» política monetaria a partir de la integración del dinero en una teoría de las finanzas.

En relación con la primera de estas circunstancias, resulta útil observar que durante el período 1949-1960, caracterizado por un desarrollo sin pre-

cedentes, los medios suministrados por la autofinanciación y el crédito fueron suficientes para las exigencias de las empresas. El proceso de mediación financiera se desarrolló a través de grandes organizaciones de crédito, al margen, consecuentemente, de los canales tradicionales del mercado. Sin embargo, la dinámica de las reivindicaciones salariales, intensificada paralelamente al crecimiento del producto nacional, provocaba en la distribución de la renta una situación en la que los medios de capital de las empresas devenían caducos. Se hacía cada vez más insostenible la posibilidad de mantener un ritmo de desarrollo adecuado, conservando sin modificaciones las proporciones entre la autofinanciación y los recursos crediticios. Las empresas se veían obligadas entonces a solicitar del mercado considerables volúmenes de financiación a largo plazo y, debido a la inexistencia de un mercado de accionistas eficaz, se producía un empeoramiento incesante de sus estructuras financieras. En estas circunstancias, el resurgir del mercado de capitales se impuso en términos urgentes. Numerosos gobiernos sintieron la necesidad de profundizar sobre los mecanismos por los cuales se realiza la financiación de las inversiones y delegaron a comisiones de economistas, empresarios y expertos la carga de describir el sistema financiero de sus países respectivos y avanzar normas con el fin de mejorar su eficacia. (Destacan las prescripciones al respecto del informe Radcliffe en Inglaterra, el Lorain en Francia, el De Voghel en Bélgica, el de la Commission on Banking and Finance en Canadá y, a su nivel, los estudios de la Commission on Credit and Money en los Estados Unidos de América.)

En cuanto a la segunda de estas circunstancias, cabe tener presente que la correspondiente polémica se inicia justamente con la distinción entre dinero interno y dinero externo y función de los intermediarios financieros. Han sido varias las posturas. Primero, mantenimiento de una tasa fija de crecimiento de la cantidad de dinero, justificada en términos de eliminar incertidumbre, reacciones excesivas y errores del banco central. Segundo, modificación cuantitativa para inducir una deflación de precios igual al tipo de interés real, como argumentación puntera de una política monetaria válida. Y, tercero, conveniencia de una mayor competencia bancaria para que el dinero juegue por completo su papel de maximizador del bienestar social, debiéndose promover así una mayor libertad para la fluctuación de los tipos de interés. Todo ello, a la postre, replantea las bases, en términos más operativos que teóricos, de los instrumentos tradicionales de la política monetaria, con clara ponderación en la función globalizadora de las operaciones de mercado abierto. Porque, el *open market*, por sí solo, es suficiente para el control de la oferta monetaria al incidir sobre dos frentes complementarios: vigilancia de la cantidad de recursos líquidos y tipo de interés cero para los mismos en poder de la banca central.

III

Este contenido que la Bolsa adquiere a raíz de estas dos circunstancias realza unas funciones específicas. En primer lugar, la Bolsa se ve como marco de la política monetaria en cuanto a lo ahora dicho sobre el control de la oferta monetaria. Luego, el mercado de valores otorga a la financiación de las empresas eficiencia y racionalidad; racionalidad, ya que confiere independencia respecto de banqueros y funcionarios, y eficiencia puesto que el tipo de interés bancario de los préstamos a largo o medio plazo es superior a la alícuota correspondiente del pago de dividendos.

Pero además, las Bolsas en el modelo económico contemporáneo cumplen otras funciones. De una parte, potencian la difusión del accionariado, consolidando lo que ha dado en llamarse capitalismo popular. Por otra, suministran información globalizada a modo de indicador coyuntural, aunque su relevancia está más en lo que supone de selectividad empresarial que de elemento de predicción cíclica. Por último, realiza la función de conferir liquidez a las inversiones a largo término. Se trata del «acto de magia», como lo llaman los anglosajones, según el cual la expansión industrial, con toda su gama de activos a largo plazo, se financia a través de los resortes de la Bolsa y lo que allá es maquinaria, equipo, etc., aquí es un título valor que permite contratarlo diariamente y generar un flujo líquido. De este modo, se obtiene la estabilidad en la financiación de las empresas y simultáneamente la máxima liquidez para los inversores financieros.

Estas funciones de la Bolsa en su vigente panorámica abren cauces nuevos, aunque la institución continúa experimentando el menoscabo derivado del significado que se da al término especulación. Ciertamente que se trata de un vocablo connotado, con singular, pero equivocado arraigo y con una impopularidad en sus implicaciones, en verdad, exagerada; pues, la especulación, en síntesis, no es sino característica de la vida mercantil y en la órbita de un determinado sistema de organización económica tiene que ver con el impulso mismo que supone la ganancia para la iniciativa privada. De hecho, la especulación es una manera de defensa del patrimonio. Por ello, no es exclusiva de la actividad mobiliaria; mas en este contexto, es una prerrogativa necesaria para el funcionamiento correcto del mercado.

Para puntualizar debidamente esta afirmación conviene considerar ciertos confusionismos de tipo conceptual y también aquellas argumentaciones esgrimidas desde posiciones especializadas.

En relación con los confusionismos de tipo conceptual, el término especulación suele asociarse con las nociones de plusvalía y excedente. Pero nada tiene que ver, técnicamente, con la idea de explotación, ni tampoco con la existencia de ganancias extraordinarias sin fundamento retributivo alguno. Además, en todo este panorama el fenómeno de un reparto socialmente desigual es algo que debe encontrar un tratamiento complementario al mercado,

Volumen de contratación
(Nominal en millones de pesetas)

Año	Efectos públicos			Acciones			Obligaciones		
	Bolsa de Madrid	Bolsa de Barcelona	Bolsa de Bilbao	Bolsa de Madrid	Bolsa de Barcelona	Bolsa de Bilbao	Bolsa de Madrid	Bolsa de Barcelona	Bolsa de Madrid
1960	.	548,7		1.487,0	504,2		548,2	446,0	
1961	.	572,7		2.283,2	861,7		655,4	516,1	
1962	.	687,4		2.577,6	910,3		905,5	565,6	
1963	.	709,4		2.667,5	934,0		899,6	643,4	
1964	.	601,0		2.437,6	987,5		1.337,9	819,6	
1965	.	1.469,9		2.739,3	1.276,2		1.667,2	920,3	
1966	.	1.351,2	102,8	3.218,6	1.350,1	202,8	1.965,5	1.095,5	1.036,9
1967	.	1.401,4	136,1	4.517,8	2.036,4	197,1	2.844,1	957,2	1.554,9
1968	.	1.950,1	142,0	5.733,7	2.408,1	202,3	3.922,8	1.310,4	1.444,1
1969	.	1.695,6	246,5	7.354,8	3.780,6	322,3	4.158,1	1.242,2	2.899,4
1970	.	1.644,6	1.769,3	6.439,9	3.357,2	485,5	4.616,4	1.199,7	2.073,2
1971	.	1.482,3	1.772,6	7.813,9	3.394,6	411,1	5.690,5	1.061,1	2.381,9
1972	.	1.792,5	162,3	13.063,3	7.261,2	678,9	5.620,9	1.522,3	3.547,2
1973	.	1.431,5	271,8	17.765,4	10.993,0	423,2	6.273,5	2.526,3	19.090,4
1974	.	1.132,5	294,8	21.571,8	10.618,0	656,7	7.601,9	2.084,5	5.882,4

acaso en la esfera de aquello que alguien, sagazmente, ha denominado «precio de la libertad». Porque especular, en economía, no debiera tener otro significado que una reacción o toma de posiciones ante las esperadas, pero inciertas, variaciones futuras del mercado, motivadas por la finalidad de conseguir una ganancia, en base a una más fidedigna información, un mejor conocimiento o un mayor riesgo asumido.

En cuanto a las posiciones especializadas, se tiene que, éticamente, se niega la especulación en la creencia de que es un juego y todo juego es malo en sí mismo; políticamente, se afirma que la especulación es antidemocrática, ya que sólo es práctica de ricos; y, por último, a nivel económico, se sostiene que la especulación produce inflación, por creación de beneficios de capital que se gastan como renta, y que provoca también una desviación en la asignación de capitales de actividades productivas a otras improductivas. Sin embargo, ello no es así. Aparte juicios de valor y apreciaciones personales, no es siempre correcto considerar un juego a la inversión en valores y, desde luego, la especulación no es tan privativa de los ricos cuanto de los audaces. Y en relación a las argumentaciones económicas, nada se ha probado hasta el momento a nivel empírico entre inflación y especulación, siendo, por su parte, una falacia el punto de vista de la desviación de asignaciones, puesto que el mercado bursátil es un mercado secundario.

En realidad, la especulación desempeña el papel operativo de igualar los precios en el tiempo y en el espacio. En efecto, la discrepancia de cotizaciones entre dos mercados de distinta plaza y entre un mismo mercado en momentos diferentes origina presiones desequilibradoras, cuya corrección es necesaria en aras de la estabilidad del precio. La especulación se inscribe dentro de estos mecanismos de corrección. Si, por ejemplo, el precio actual o el de aquí es más bajo que el de mañana o el de allá, el comportamiento especulativo hace que se compre hoy y aquí y se venda mañana y allá, con lo que las diferencias de precios espacio-tiempo tienden a desaparecer. Ciertamente es que hay especulaciones estabilizadoras y especulaciones desestabilizadoras, según se tomen posiciones contra o a favor del mercado. Pero la naturaleza de las mismas depende de la información, de la disponibilidad de medios y de la formación de expectativas. Mas por su mediación, el mercado queda clarificado en su naturaleza y funcionamiento. Sin especulación, por tanto, no cabe ni el arbitraje, ni el plazo, ni la doble, ya sea en *contango* ya sea en *backwardation*. Y nadie que yo sepa ha demostrado hasta el momento que el mercado sea viable y se potencie a la larga, privándosele de este tipo de operatoria.

Adicionalmente, la especulación mitiga las fluctuaciones, dando propiedad a la especialización y confiriendo al mercado agilidad y sensibilidad. Su utilidad es directamente proporcional a la dimensión del mismo. En esta perspectiva, la especulación profesional en valores crea lo que puede denominarse un fondo de reserva que permite en cualquier momento una igualación más fácil de la oferta y de la demanda, e impide fluctuaciones amplias en los precios de los valores motivadas por circunstancias fortuitas. Sin este «fondo para valo-

Nuevas emisiones

(En millones de pesetas)

Años	Sector público	Sector privado						Total sectores público y privado	
		Sociedades financieras		Sociedades no financieras		Total Acciones	Total Obligaciones		
		Acciones	Obligaciones	Acciones	Obligaciones				
1965	.	2.126	5.247	14.924	20.685	34.790	25.932	60.722	101.800
1966	.	3.644	3.059	13.964	23.134	37.659	26.193	63.852	99.391
1967	.	3.255	3.011	27.933	25.651	52.696	28.662	81.358	129.816
1968	.	7.557	3.447	31.214	37.484	63.504	40.931	104.435	155.135
1969	.	6.955	7.042	39.259	35.152	73.945	42.194	116.139	174.162
1970	.	8.466	7.471	52.063	44.058	83.515	51.529	135.044	170.525
1971	.	9.195	3.798	49.327	39.924	87.613	43.722	131.335	208.719
1972	.	13.814	21.666	51.710	48.741	95.538	70.407	165.945	230.748
1973	.	20.174	55.103	60.367	65.114	117.429	120.217	237.646	318.659
1974	.	26.318	53.695	65.278	76.005	148.965	129.700	278.665	390.380
1975 (1)	.	14.801	35.020	29.224	58.766	66.469	93.786	160.255	202.590

(1) 6 primeros meses (cifras provisionales).

res ocasionales» es improbable que todos los accionistas que quieran realizar sus valores hallarán inversores dispuestos a adquirirlos precisamente en el momento deseado.

IV

Es importante observar, pues, que la especulación completa el funcionamiento de la Bolsa y da contenido a sus funciones. Su papel se inscribe así en la regulación misma de los mecanismos del mercado que justamente coadyuvan a la asignación de recursos financieros. Pero, junto al nuevo resurgir de la Bolsa, su misión y el papel propio de la especulación, las correspondientes tutelas estatales tienen que presionar para la existencia de estructuras competitivas, a cuyo amparo se realice la asignación de recursos lo más eficientemente posible. A este tenor, un mercado bursátil, competitivo y eficiente, es el que debe corresponder al modelo actual de organización económica, de la misma manera que el mercado de competencia perfecta correspondía, o que-ría corresponder, al capitalismo liberal. Al igual que en aquél; las exigencias presentes de competitividad y eficiencia se hallan sujetas a un conjunto de requerimientos.

Unos tales requerimientos, en nuestra opinión, abarcan las siguientes condiciones: 1) especialización y diversidad operatoria; 2) concurrencia operativa; 3) información continuada y suficiente; 4) calidad real y cantidad del producto homogéneo; 5) fiabilidad contractual y garantías competitivas, y 6) identificación de la Bolsa con la actividad económica.

La primera condición, *especialización y diversidad operatoria*, hace hincapié en que un mercado eficiente debe poder proporcionar en todo momento contrapartida a cualquier tipo de decisión inversora, limitando razonablemente la amplitud de las oscilaciones a corto plazo.

El ámbito bursátil nacional carece en absoluto de estos elementos. Por un lado, la facilidad de contrapartida ni siquiera está prevista en la ley. Por otro, existen una serie de previsiones legales que por diferentes motivos no se autorizan en la práctica. Efectivamente, el Reglamento de Bolsas de Comercio de 1967 está infrautilizado. Potenciar, por tanto, la aplicación plena, aunque gradual del mismo es necesario, como necesaria es introducir en el mercado, más que la figura del *jobber* inglés, los cometidos propios del *specialist* americano.

La segunda condición, *concurrencia operativa*, establece que ningún sujeto comprador o vendedor pueda influir decisivamente sobre el precio de mercado. Éste se forma de la interacción entre todos los contratantes.

La concentración mobiliaria, en el caso de nuestra Bolsa, sin llegar a cotas de exageración es cada vez más notoria. A pesar de la popularización del mercado de capitales, el índice de difusión de la propiedad mobiliaria muestra una evolución muy discreta. Es ilustrativo a este respecto la tendencia con-

Bolsa de Barcelona

Año	Índice Gral. Ponderado	Índice Gral. Contratación
	Base 1/1/59 = 100	Base 1/1/59 = 100
1959	80,61	91,99
1960	81,90	81,08
1961	107,02	111,28
1962	113,64	125,45
1963	116,06	140,58
1964	106,47	152,—
1965	110,20	190,65
1966	112,47	213,80
1967	116,05	262,02
1968	157,77	353,86
1969	244,16	524,26
1970	212,10	471,51
1971	231,59	548,59
1972	312,50	881,53
1973	363,50	1.334,20
1974	323,56	1.469,51
1975 (1)	326,09	

(1) A 31 agosto.

centradora que se deriva del desigual crecimiento experimentado por los Fondos de Inversión y las Sociedades de Cartera. El patrimonio de los Fondos ha pasado en el período 1971-1974 de 25.700 a 35.100 millones. En el mismo período, el capital de las sociedades de cartera ha variado de 42.400 a 136.100 millones. Sumada la contratación controlada por ambos tipos de entidades en 1974, ésta significó prácticamente el 95 por ciento del volumen anual negociado por las tres Bolsas de Valores. Como consecuencia, resulta que los Fondos han difundido la propiedad a través de numerosos partícipes, pero las decisiones de inversión y desinversión están concentradas, siendo mucho más acusado el fenómeno en las sociedades de cartera en el que la difusión es menor y aún mayor el poder de concentración. Este poder de concentración, a su nivel también se consolida, por cuanto la mayoría de decisiones de inversión están tomadas por especialistas financieros con similares métodos de análisis. Por todo ello, puede afirmarse que en el ámbito concreto de nuestra realidad bursátil se perfilan tendencias que pueden ocasionar el control y fijación de precios al margen de los mecanismos del mercado. La Orden de 19 de noviembre de 1975 tiende a reglamentar en mayor medida las prácticas competitivas de las sociedades de cartera. Mas, a través de diferentes subterfugios legales, son muchas las sociedades que controlan el precio de sus acciones, cuando no intervienen directamente en su formación contractual. La ocasionalidad crea sesgo; la permanencia y continuidad, suprime la concurrencia.

La tercera condición, *información continuada y suficiente*, hace referencia a que en todo momento se disponga de los datos adecuados para la correcta toma de decisiones en cuanto a la inversión mobiliaria.

La ausencia de información continuada y suficiente es un grave problema; problema que se torna en deber y obligación en orden a proteger al mercado de todo cuanto suponga una merma de su transparencia. Las exigencias de nuestro ordenamiento jurídico destacan la existencia del derecho a la información que posee el accionista mientras que olvidan cualquier referencia al deber de información por parte de la sociedad. Si esto es ya necesario en cualquier sociedad anónima, deberá exigirse con mucho más énfasis en aquella que el mercado da diariamente un determinado precio a sus acciones, y en el que no solamente es digno de protección el accionista, sino también aquel que se disponga a serlo. No se trata de proteger a alguien individualmente, sino a todo el ahorro popular. Ciertamente es que el Reglamento de 1967 requiere a las sociedades el deber de informar sobre pago de dividendos, aumentos o reducciones de capital, emisión de obligaciones etc..., pero este deber no se agota ni mucho menos con estas comunicaciones. En 1971 la Bolsa de Barcelona obtuvo de un buen número de sociedades cotizadas, radicadas la mayoría en Cataluña, el compromiso moral de remitir semestralmente a dicha institución información sobre la marcha de sus empresas. Es un primer eslabón que sería muy conveniente continuar para bien de todos los inversores y del mercado en su conjunto. La experiencia reciente, de todas maneras, evidencia que generalmente no se produce la información ni suficiente ni continuada.

La cuarta condición, *calidad real y cantidad del producto homogéneo*, supone que los objetos de transacción ofrezcan, independientemente de su rentabilidad, la solvencia necesaria en relación a lo que representan. Adviértase a este respecto que el mercado de valores es de los pocos en que el objeto de transacción no se halla presente cuando ésta se realiza. Es por ello menester que se vele para que los títulos-valores reflejen veraz, representativa y auténticamente la realidad de la actividad y gestión que les es propia.

En este sentido, el número de empresas cotizadas en la Bolsa de Barcelona ha pasado de 249 en 1960 a 439 en 1974. Por su parte, las nuevas emisiones, tanto del sector público como privado, entre 1965 y 1974, casi se han decuplicado. Concretamente, mientras las del sector público se han multiplicado por 8 en el sector privado se observa que las correspondientes a sociedades financieras se han multiplicado por 20 y las sociedades no financieras por 10. Si este aumento acumulado en la cantidad de producto se compara con el volumen de contratación que de 1965 a 1974 ha pasado (con base 1959 = 100) de 190 a 1.469, se observará la existencia de ficticidad en la correspondiente subida de cotizaciones. Entonces las garantías de calidad no tienen otro contexto que el que se deriva de la normativa concreta del Reglamento de Bolsas de Comercio de 1967. Es decir, que las exigencias de veracidad corresponden más que proporcionalmente a un planteamiento jurídico, en tanto

que está sin reglamentación unitaria, sobre todo desde una perspectiva dinámica, lo relativo a la solvencia económica y financiera en cuanto a la marcha de las respectivas empresas.

*Número de empresas cotizadas
en la Bolsa de Barcelona*

Años	N.º
1960	249
1965	280
1970	330
1971	327
1972	319
1973	384
1974	439

La quinta condición, *fiabilidad contractual y garantías competitivas*, tiene que ver con que, del mismo modo que debe vigilarse la actividad de la iniciativa privada para la consolidación de estructuras competitivas, el Estado en sus intervenciones no debe alterar la naturaleza del mercado.

Este supuesto es importante en nuestro país, puesto que la práctica de determinadas políticas de sostén y de contención se quieren adornar con los atributos propios de operaciones de mercado abierto. Ya se ha afirmado antes que este tipo de operaciones son en sí mismas suficientes para el control de la oferta monetaria. Entonces, para su aplicación requieren del marco adecuado que es precisamente la creación de deuda a corto, potenciándose así el mercado de dinero y otorgando a la doble la característica que tiene de enlazar a éste con el de capitales. De otro modo, el *open-market* hispano, si bien «apreciado» para corregir la tendencia, no deja de influir negativamente sobre la estructura competitiva, alterando caprichosamente la naturaleza contractual y restando eficiencia a los mecanismos de asignación de recursos financieros en la perspectiva concreta del modelo económico vigente.

La sexta y última condición, *identificación de la Bolsa con la actividad económica*, supone que la actividad bursátil esté inmersa dentro de la actividad económica general del país. Como un mercado más, forma parte del correspondiente esquema competitivo y su evolución influirá y estará influenciada, a su vez, por el resto de la realidad económica. En todo caso, la Bolsa no debe ser un cenáculo exclusivista o elitista. Por el contrario, debe de constituirse como marco adecuado para opciones válidas al ahorro popular en la financiación de la actividad productiva.

La constatación de las implicaciones que se derivan de este requerimiento comporta, a un nivel más bien sencillo, la consideración de las series crono-

lógicas entre PNB y flujo de capitalización bursátil. Los datos correspondientes a la Bolsa de Barcelona para el período comprendido entre 1964-1974, la era del desarrollo, muestran que la capitalización en acciones ha pasado de 251 a 1.556 miles de millones de pesetas. El PNB en el mismo período ha evolucionado desde 1.064 a 4.228 miles de millones. La comparación detallada de ambas series indica que en términos relativos el crecimiento de la capitalización bursátil ha sido mayor que el del PNB, pero ha ido relativamente decreciendo. Mayormente, en fases depresivas del ciclo. Ello es muestra evidente de la estrechez de nuestro mercado bursátil y de la carencia de estímulos para ampliarlo a medida que se alcanzan niveles de progreso material más importantes. De hecho, estas comparaciones numéricas indican que, a partir de un determinado nivel de crecimiento, es más difícil ampliar el mercado financiero que el real por propia tradición y deficiente identificación de la Bolsa con la actividad económica general.

* Intervención en el «Symposium X aniversario Gesfondo, S. A. y de los Fondos de Inversión Mobiliaria en España», noviembre de 1975.

REFERENCIAS

- COOTNER, P.: *The random character of Stock Market Prices*, M.I.T. Press, 1970.
ELLINGER, A. G.: «The role of speculation», en *The Banker*, marzo, 1948.
HORTALÁ, J.: «Notas sobre Política Monetaria y Reforma Bursátil», en *Conmemoración de las «Ordinacions» de los Mediadores Mercantiles de Barcelona*, de Jaume I. Bolsa Oficial de Comercio, Barcelona, 1974.
JOHNSON, H. G.: *Macroeconomics and Monetary Theory*, Gray-Mills, 1971.
LANCASTER, K.: *Introducción a la Microeconomía Moderna*, Bosch, Barcelona, 1971.
PIVATO, G.: *Il mercato mobiliario*, Giuffrè, Milán, 1965.
SCONAMIGLIO, C.: «Le rôle de la Bourse de Valeurs», en *La Bourse de Valeurs*, Giuffrè, Milán, 1968.
-

J. R. LASUÉN: **La década del petróleo.***

I. INTRODUCCIÓN

Seguramente la Historia recordará la década 1974-1984 como la del petróleo, puesto que, hasta mediados de los ochenta, no cabe imaginar ningún otro acontecimiento posible, excepto una guerra mundial, que tenga un impacto tan fuerte sobre las economías, estructuras sociales y sistemas políticos de tantos países.

De hecho, en noviembre de 1974, el esquema mundial de desarrollo económico cambió radicalmente, aunque nadie pueda estar seguro de su dirección.